

中国联通 (600050)

强烈推荐

行业：通信运营

## 混改有望注入活力，加速公司经营向好

### 事件：

公司10月9日公告，母公司联通集团参与了2016年9月28日国家发改委召开的国有企业混合所有制改革试点专题会，目前联通集团正按照会议精神和国家相关政策精神，研究和讨论混合所有制改革实施方案。联通集团被列入混合所有制改革第一批试点事项，目前尚未得到最终批准。

### 投资要点：

- ◇ **本次中国联通混合所有制改革有望落地，符合我们前期对政策利好推进改革的预期。**自6月16日工信部的报道批复中国联通获得900M低频段上进行FDD-LTE技术试验资格，我们预计国家针对公司的利好政策会不断落地，而引入多方资本优化架构以避免管道化趋势是政策利好的重点方向，因此本次有望列入第一批国企混改名单符合前期的预判。目前市场普遍认为在中国移动的强大竞争压力下，公司的经营情况会每况愈下，**但我们认为公司已经经历最坏的时候，未来将会持续向好，而本次国企混改成功将有望加速向好的趋势。**理由：**(1) 公司自身多项业务指标环比向好。**移动业务方面，上半年收入同比下降0.6%，相比对于去年全年下降9.3%，降幅在持续收窄，而移动用户数自今年1月以来扭转了下行趋势，4G用户转化率也不断提升，用户ARPU从15年底的46.3元提升至16年中的47.1元；固网业务收入482.3亿元，同比增长4.4%，固网语音收入不断下降，收入结构进一步优化。**(2) 积极推进与电信的开放合作，加快4G网络建设。**据中报透露，公司已在如下方面与电信形成共享共建合作：约6万个4G基站，1.45万公里传输光缆，六模全网通手机终端等。与电信合作，将有效加快4G网络的覆盖，缩小与移动的差距。**(3) 规范内部管理，提升用户体验，积极应对固网宽带业务竞争。**面对中国移动在宽带业务的强势竞争，公司推动高端产品落地，主推50M/100M，突出差异化和品牌优势，同时在内部开展清理“流量穿透”问题，以更有效地占据主动权应对市场竞争。**(4) 提前布局重点领域创新业务，本次混改引入多方资本有望加速创新业务推进。**公司率先布局窄带物联网(NB-IOT)、流量经营和大数据等重点领域的创新业务，近期捷报频传，如宣布完成国内首个标准化NB-IoT商用网络开通等；而本次混改成功，将引入多方资本，有望形成合力加快各种创新业务推进，为下一阶段的增长打开空间。
- ◇ 公司自年初以来，各项业务出现环比向好，同时公司积极开拓新领域开发新产品以应对市场竞争，而本次混改也将有望加速创新业务引进，助力公司打开新的增长空间。因此我们认为公司将否极泰来，未来将发生持续的

### 作者

署名：周明

S0960516030001

0755-82026835

zhouming@china-invs.cn

参与人：余伟民

S0960115090015

010-63222902

yuweimin@china-invs.cn

参与人：容志能

S0960116050010

0755-82026921

rongzhineng@china-invs.cn

6-12个月目标价：5.4

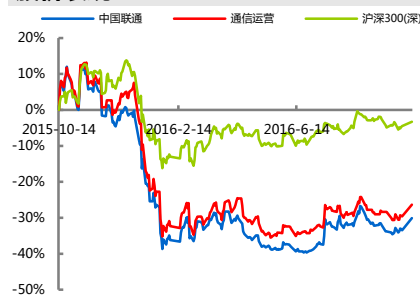
当前股价：4.80

评级调整：维持

### 基本资料

总股本(百万股)	21,197
流通股本(百万股)	21,197
总市值(亿元)	1,017
流通市值(亿元)	1,017
成交量(百万股)	461.73
成交额(百万元)	2,173.40

### 股价表现



### 相关报告

《中国联通-业绩环比改善，持续向好可期》2016-08-18

《中国联通-清洗“流量穿透”反击移动，公司业绩有望反弹》2016-08-15

《中国联通-盈利表现环比改善，或将受益国改与政策支持使公司凤凰涅槃浴火重生》2016-07-30

边际向好，投资价值已现。给予公司“强烈推荐”评级。预计 16-18 年 EPS 为 0.18、0.20 和 0.21 元，对应 16-18 年的 PE 分别为 26x、22x 和 19x。给予 16 年 35 倍 PE，目标价 6.3。

◇ **风险提示：固网宽带业务市场份额的下滑；市场波动风险。**

### 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	277049	285305	299256	314519
收入同比(%)	-4%	3%	5%	5%
归属母公司净利润	3472	3907	4516	5294
净利润同比(%)	-13%	13%	16%	17%
毛利率(%)	25.0%	24.7%	25.0%	25.5%
ROE(%)	4.4%	4.8%	5.3%	6.0%
每股收益(元)	0.16	0.18	0.21	0.25
P/E	29.31	26.04	22.53	19.22
P/B	1.29	1.25	1.20	1.15
EV/EBITDA	4	5	5	4

资料来源：中国中投证券研究总部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	59758	177011	174753	274740
现金	22007	143056	137729	236438
应收账款	16811	14637	16288	16791
其它应收款	9621	8615	9538	9855
预付账款	3823	4121	4296	4460
存货	3946	4444	4505	4727
其他	3550	2136	2396	2469
<b>非流动资产</b>	555562	480710	425855	370402
长期投资	32975	32975	32975	32975
固定资产	355651	293104	232142	170652
无形资产	26983	24830	22673	20465
其他	139953	129802	138064	146310
<b>资产总计</b>	615319	657721	600608	645142
<b>流动负债</b>	338198	370534	301127	331280
短期借款	85196	85196	85196	85196
应付账款	163151	168752	176299	184055
其他	89851	116586	39632	62029
<b>非流动负债</b>	43075	42631	42737	42802
长期借款	1748	1748	1748	1748
其他	41326	40883	40988	41054
<b>负债合计</b>	381273	413165	343864	374082
少数股东权益	155364	163167	172198	182781
股本	21197	21197	21197	21197
资本公积	27812	27812	27812	27812
留存收益	31841	32369	35508	39216
归属母公司股东权益	78682	81389	84546	88279
<b>负债和股东权益</b>	615319	657721	600608	645142

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	89233	93568	72722	76334
净利润	10434	11710	13548	15877
折旧摊销	64135	57826	57574	57658
财务费用	6493	3382	2514	1814
投资损失	405	49	99	133
营运资金变动	5011	21595	-1574	595
其它	2755	-993	561	256
<b>投资活动现金流</b>	-91353	5862	5841	5775
资本支出	92898	0	0	0
长期投资	-1163	0	0	0
其他	382	5862	5841	5775
<b>筹资活动现金流</b>	-1492	21619	-83891	16600
短期借款	-8125	0	0	0
长期借款	1329	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0
其他	5304	21619	-83891	16600
<b>现金净增加额</b>	-3539	121049	-5327	98709

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	277049	285305	299256	314519
营业成本	207704	214835	224442	234316
营业税金及附加	885	911	956	1004
营业费用	31965	34237	35911	37742
管理费用	19840	20431	21430	22523
财务费用	6493	3382	2514	1814
资产减值损失	4090	4090	4090	4090
公允价值变动收益	45	13	17	25
投资净收益	-405	-49	-99	-133
<b>营业利润</b>	5711	7383	9831	12920
营业外收入	10895	10895	10895	10895
营业外支出	2740	2740	2740	2740
<b>利润总额</b>	13867	15539	17987	21076
所得税	3432	3829	4439	5199
<b>净利润</b>	10434	11710	13548	15877
少数股东损益	6963	7802	9032	10583
<b>归属母公司净利润</b>	3472	3907	4516	5294
EBITDA	76339	68592	69920	72393
EPS (元)	0.16	0.18	0.21	0.25

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-4.0%	3.0%	4.9%	5.1%
营业利润	-64.1%	29.3%	33.2%	31.4%
归属于母公司净利润	-12.8%	12.5%	15.6%	17.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.0%	24.7%	25.0%	25.5%
净利率	1.3%	1.4%	1.5%	1.7%
ROE	4.4%	4.8%	5.3%	6.0%
ROIC	3.0%	3.5%	5.3%	9.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.0%	62.8%	57.3%	58.0%
净负债比率	23.55%	28.30%	10.74%	15.22%
流动比率	0.18	0.48	0.58	0.83
速动比率	0.16	0.47	0.57	0.81
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.48	0.45	0.48	0.50
应收账款周转率	16	14	15	15
应付账款周转率	1.51	1.29	1.30	1.30
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.18	0.21	0.25
每股经营现金流(最新摊薄)	4.21	4.41	3.43	3.60
每股净资产(最新摊薄)	3.71	3.84	3.99	4.16
<b>估值比率</b>				
P/E	29.31	26.04	22.53	19.22
P/B	1.29	1.25	1.20	1.15
EV/EBITDA	4	5	5	4

## 相关报告

报告日期	报告标题
2016-08-18	《中国联通-业绩环比改善，持续向好可期》
2016-08-15	《中国联通-清洗“流量穿透”反击移动，公司业绩有望反弹》
2016-07-30	《中国联通-盈利表现环比改善，或将受益国改与政策支持使公司凤凰涅槃浴火重生》
2016-07-17	《中国联通-国企改革及平衡三大运营商预期，送来持续利好》
2016-07-13	《中国联通-否极将泰来，关注向好的边际变化》
2016-03-06	《中国联通-移动业务联吴抗魏进展顺利，关注固网业务份额变化》

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

周明,中国中投证券研究总部通信行业首席分析师, 香港科技大学 MBA, 15 年以上行业经验, 3 年证券行业从业经验

余伟民,中国中投证券研究总部通信行业分析师, 北京大学电子学系本硕, 5 年行业经验。

容志能,中国中投证券研究总部通信行业研究助理, 上海交通大学电子科学与技术学士, 浙江大学电子科学与技术硕士, 3 年行业经验。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：( 0755 ) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：( 010 ) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：( 021 ) 62171434

